

FUSIONS & ACQUISITIONS BANCAIRES À QUI LE TOUR ?

Georges Pujals

Économiste associé au département des études de l'OFCE, et chargé d'études auprès de Bureau van Dijk

Le marché des fusions et acquisitions du troisième trimestre 2005 a été marqué par la première grande opération transfrontalière dans la banque détail, entre Unicredit et HVB. Cette opération, qui a su convaincre les marchés financiers, donne un signal fort à ceux qui affichent leur scepticisme à l'égard de telle transaction.

COUP DE TONNERRE DANS LE CIEL EUROPÉEN

À l'instar du premier semestre [1], la période estivale a été particulièrement soutenue sur le front des opérations de fusions-acquisitions, tant en termes de volume que de nombre d'opérations. Une fois encore le marché européen s'est distingué et les établissements bancaires du continent ont été très actifs, confirmant ainsi la tendance observée depuis le début de l'année. Tout semble donc réuni pour que 2005 soit la meilleure année depuis 2000.

Parmi les principaux faits marquants du troisième trimestre, on retiendra les quatre points suivants :

■ À peine plus d'un an après l'acquisition de FleetBoston, l'Américain Bank of America s'est offert

MBNA le premier émetteur de cartes de crédit indépendant des États-Unis pour 29 milliards d'euros. Il réalise ainsi la plus grosse transaction du trimestre dans le secteur bancaire mondial (encadré 1). Grâce à cette opération, le groupe bancaire américain se hisse à la première place du marché américain des cartes de crédit. Cette transaction confirme l'intérêt des groupes bancaires pour ce marché en forte croissance et très rentable.

■ Loin des manœuvres spectaculaires qui secouent la finance européenne, BNP Paribas applique résolument sa stratégie de "croissance ciblée". En juin, la banque française a annoncé une nouvelle acquisition aux États-Unis, la quinzième depuis 1990. Sa filiale américaine BancWest a finalisé le rachat pour environ un milliard d'euros de Commercial Federal Corporation, un réseau bancaire basé dans le Nebraska.

■ Alors que la bataille acharnée autour de la banque italienne Antonveneta s'est dénouée en septembre à travers la vente des parts détenues par la banque italienne BPI à son homologue hollandaise ABN-Amro, l'assureur italien Unipol paraît aujourd'hui le mieux placé pour prendre le contrôle de la sixième banque italienne BNL, suite au retrait de l'Espagnol BBVA.

■ Enfin, après plusieurs semaines d'intenses négociations, l'Italien Unicredit et l'Allemand HVB ont annoncé le 12 juin dernier leur rap-

prochement. En 1999 et 2001, Unicredit avait déjà négocié des projets similaires avec respectivement, BBVA puis Commerzbank. Ces projets de fusion n'aboutirent pas mais ils lui apportèrent très certainement une précieuse expérience qui lui a servi pour mener à bien la délicate négociation avec la banque allemande. Il s'agit de la quatrième opération transfrontalière d'importance dans le secteur bancaire européen en moins d'un an (encadré 2).

« Ni les réglementations nationales ni les barrières culturelles n'ont en effet empêché Unicredit et HVB de mettre sur pied un plan de fusion très attractif dans la banque de détail. »

Le principe est d'ailleurs toujours le même à savoir, des groupes prospères et rentables (ABN Amro, BBVA, SCH ou encore Unicredit) qui se lancent à l'assaut d'établissements encore convalescents (Abbey, Antonveneta, BNL ou encore HVB) pour lesquels ils font le "pari" d'amplifier leur redressement.

Si elle aboutit, cette opération constituera la plus grande fusion transfrontalière jamais réalisée au sein de l'Europe bancaire et elle donnera naissance à la "première banque véritablement européenne", selon l'expression employée par les deux groupes. Le nouvel établissement,

1. Les dix principales opérations de fusions-acquisitions dans le secteur bancaire mondial

En millions d'euros, transactions annoncées au troisième trimestre 2005

Rang	Acquéreur (pays)	Cible (pays)	Montant de la transaction	État de la transaction
1	Bank of America (EU)	MBNA Corporation (EU)	29 015	Annoncée le 30/06
2	Unicredit (Italie)	HVB (Allemagne)	15 400	Annoncée le 12/06
3	Unipol (Italie)	BNL (Italie)	4 900	Annoncée le 18/07
4	Julius Baer (Suisse)	Banco di Lugano, Ferrier Lullin et Ehinger & Armand von Ernst (Suisse)	3 633	Annoncée le 5/09
5	Wachovia Corp. (EU)	Westcorp (EU)	2 755	Annoncée le 12/09
6	TD Banknorth (EU)	Hudson United Bancorp. (EU)	1 587	Annoncée le 12/07
7	Capitalia (Italie)	Fineco (Italie)	1 327	Annoncée le 5/07
8	BancWest / BNP Paribas (EU)	Commercial Federal Corp. (EU)	1 089	Annoncée le 14/06
9	Fulton Financial Corp. (EU)	Columbia Bancorp. (EU)	244	Annoncée le 26/07
10	Dah Sing Banking Group (Chine)	Banco Comercial de Macau (Chine)	177	Annoncée le 3/08

Source : ZEPHYR - Bureau van Dijk.

Note : Seules les fusions ou les acquisitions de plus de 50% du capital de la cible ont été retenues.

doté d'une capitalisation boursière supérieure à 40 milliards d'euros, se classera au neuvième rang européen, au quatrième rang de la zone euro et surtout sera le leader incontesté en Europe centrale et orientale. L'ensemble Unicredit-HVB couvrira une base de 28 millions de clients avec plus de 7 000 agences et 126 500 salariés répartis dans 19 pays.

Globalement, le rapprochement germano-italien n'a guère rencontré de résistance en Allemagne, les milieux financiers étant conscients qu'à terme, HVB ne pouvait rivaliser sans s'adosser à une grande banque. En Italie, la transaction constitue une petite revanche au moment où les banques du pays font plutôt figure de proie sur l'échiquier européen, rendant, encore plus délicate la position du gouverneur de la Banque d'Italie.

L'initiative d'Unicredit et d'HVB marque, plus que toute autre, une étape décisive et structurante dans le paysage bancaire européen et donne un signal fort à tous ceux qui affichaient un scepticisme de bon ton à l'égard des fusions transfrontalières. En annonçant leur fusion, ils risquent de faire vaciller bien des certitudes. Ni les réglementations nationales ni les barrières culturelles n'ont en effet empêché les deux groupes de progresser rapidement dans leur projet et de mettre sur pied un plan de fusion à grande échelle dans la banque de détail.

Mieux encore, l'opération a été aussitôt saluée par les marchés financiers montrant que les prédateurs ne sont donc plus forcément sanctionnés par la Bourse, à condition que la transaction présente un intérêt stratégique fort et pas seulement financier. "Il y a des opérations qui ont du sens dès le départ", a commenté Davide Serra, un analyste de Morgan Stanley. La consolidation bancaire est aussi et avant tout une question de volonté managériale.

2. Les dernières opérations de fusions-acquisitions transfrontalières au sein de l'Europe bancaire

En millions d'euros, principales transactions annoncées ou réalisées au cours des 12 derniers mois

Acquéreur (pays)	Cible (pays)	Montant de la transaction	État de la transaction
Unicredit (Italie)	HVB (Allemagne)	15 400	Annoncée en juin 2005
SCH (Espagne)	Abbey (RU)	13 400	Réalisée en juillet 2004
ABN Amro (PB)	Antonveneta (Italie)	6 637	Annoncée en mars 2005 puis relèvement de l'offre en juin
BBVA (Espagne)	BNL (Italie)	6 469	Annoncée en mars 2005 puis retrait de son OPA en juillet
Danske Bank (Danemark)	National Irish Bank et Northern Bank (Irlande)	1 496	Réalisée en février 2005
Fortis (PB)	Disbank (Turquie)	880	Réalisée en juillet 2005

Source : ZEPHYR - Bureau van Dijk.

3. Les banques allemandes convalescentes

En millions d'euros, à la fin 2004

Principales banques allemandes	Résultat net	Capitaux propres	ROE (en %)	Principales banques européennes	Résultat net	Capitaux propres	ROE (en %)
Deutsche Bank	2472	26227	10.17	HSBC (RU)	9618	73282	14.15
Dresdner Bank	275	12439	0.77	RBoS (RU)	6752	45407	15.95
HVB	-1992	17665	-14.87	Lloyds TSB (RU)	3529	14991	23.79
Commerzbank	475	10723	4.52	SCH (Esp.)	3668	40923	18.69
Postbank	421	5566	9.34	BBVA (Esp.)	3193	20379	16.52
DZ Bank	468	7379	7.27	BNP Paribas (Fra.)	4987	35.763	14.28
Landesbank Baden Wuerttemberg	502	10021	7.42	UBS (Sui.)	5540	26154	21.43
Bankgesellschaft Berlin	81	3329	3.05	Fortis (Bel.)	3454	18020	20.38
Bayerische Landesbank	-68	9462	1.82	ING (PB)	6240	29361	23.02
WestLB	-1330	3933	-34.17	ABN-Amro (PB)	4380	20400	22.87

Sources : BANKSCOPE - Bureau van Dijk et Fitch Ratings.

Note : Les données financières de ce tableau sont issues de la base de données BANKSCOPE. En raison des retraitements effectués afin de rendre les informations comparables d'une banque à l'autre, ces chiffres ne sont donc pas forcément ceux des états financiers publiés par les banques.

LA BANQUE ALLEMANDE EN EFFERVESCENCE

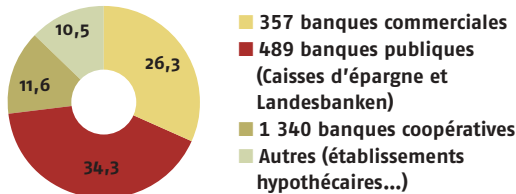
Après trois années très difficiles, la situation des banques allemandes s'est globalement améliorée depuis 2004. Cela est essentiellement dû à des plans drastiques de réduction des effectifs – plus de 50 000 postes ont été supprimés au sein des banques privées depuis fin 2001 – et à une meilleure maîtrise du risque de crédit suite à un net-

toyage des bilans. Toutefois, il n'en reste pas moins que l'ensemble du secteur a encore "un long chemin à parcourir" avant de rattraper la performance de ses homologues européens (encadré 3).

Alors que la rentabilité des banques européennes a atteint des niveaux historiques en 2004 (près de 80 milliards d'euros de profits dégagés par les vingt premières banques), il est significatif d'observer

4. BANQUE DE DÉTAIL OUTRE-RHIN

Les banques publiques et coopératives verrouillent le marché



Source : Deutsche Bundesbank 2004.

ver qu'aucune banque allemande ne figure parmi les cinquante premières rentabilités en Europe [2]. Seules exceptions, la Deutsche Bank et la Postbank qui affichent un ROE proche de 10 %. Plus inquiétant encore, sur les vingt derniers établissements du classement on retrouve quinze banques allemandes dont cinq présentent un résultat négatif en 2004. Outre la faible croissance de l'économie allemande, c'est surtout l'é étroitesse des marges en raison d'un environnement concurrentiel très difficile qui explique la médiocre performance des banques allemandes au cours de ces dernières années.

La capitalisation boursière des banques privées allemandes est d'ailleurs à l'image de leur santé : décevante et fragile. Première capitalisation bancaire mondiale il y a dix ans, la Deutsche Bank est tombée en-deçà de la dixième position européenne avec 36 milliards d'euros. Depuis 2001, sa valeur boursière a été réduite de plus d'un tiers. Avec seulement 15 milliards d'euros de capitalisation, HVB, second établissement privé allemand, fait figure de "poids plume" sur les marchés européens, tout comme Commerzbank qui peine à atteindre les 10 milliards d'euros. Bien que le FMI estime que le système financier allemand reste l'un

« Après avoir en partie relevé le défi de son assainissement, le secteur bancaire allemand va désormais devoir s'atteler à un autre défi de taille : celui de sa consolidation. »

des plus solides au monde, ses faiblesses structurelles continuent à le ronger. Le mal a pourtant été diagnostiqué depuis longtemps, à savoir sa fragmentation. L'Allemagne compte beaucoup trop d'établissements bancaires – plus de 2 300 en 2004 (pour 35 000 agences) contre un peu plus de 1 000 en France et environ 440 en Grande-Bretagne –, même si le nombre de banques publiques, et surtout coopératives, a spectaculairement diminué au cours des dernières décennies.

L'origine de cet état de fait est historique et tient à la structure générale du secteur bancaire allemand, organisé autour d'un système à trois piliers "étanches", qui fait la part belle aux secteurs protégés à but non strictement lucratif : les banques publiques (Caisses d'épargne et Landesbanken) et le secteur coopératif. À l'intérieur de chacun de ces piliers, tout est possible, mais il est en effet juridiquement impossible pour une banque privée d'acquérir une banque publique ou coopérative. Il en résulte que la part de marché des banques privées allemandes dans le total des crédits distribués aux agents non financiers n'était que de 26,3 % en 2004 (encadré 4). Cette faiblesse est un sujet d'inquiétude Outre-Rhin et l'urgence est à la mesure du retard accumulé en Bourse.

Dès lors, les hommes politiques et les autorités de tutelle n'ont cessé, au cours des derniers mois, d'appeler à une consolidation intra mais aussi intersectorielle. Jusqu'à aujourd'hui, ces appels récurrents à la consolidation domestique sont pourtant restés lettre morte. Deux événements récents pourraient cependant modifier la donne. D'une part, la levée en juillet 2005 de la garantie d'État pour les banques publiques, qui les protégeait de tout risque de défaillance et leur permet-

tait ainsi de se refinancer à des taux avantageux, constituera un défi de taille qu'il leur faudra surmonter. D'autre part, le projet de rapprochement annoncé en juin dernier entre Unicredit et HVB a mis en exergue la très grande vulnérabilité des banques allemandes. Aujourd'hui, la crainte est donc grande de voir un autre "poids lourd" du secteur bancaire privé allemand rejoindre le giron d'une banque étrangère. Ce scénario n'est pas purement théorique puisque le géant bancaire américain Citigroup avait, il y a quelques mois, manifesté son vif intérêt pour la première banque d'Outre-Rhin, la Deutsche Bank. En outre, en juin dernier, des rumeurs persistantes ont circulé concernant l'intérêt de grands établissements bancaires européens (ABN Amro, BNP Paribas, RBoS, SCH ou encore la Société Générale) pour la Commerzbank.

Après avoir en partie relevé le défi de son assainissement, le secteur bancaire allemand va désormais devoir s'atteler à un autre défi de taille : celui de sa consolidation. Il semble en effet acquis qu'il ne pourra rester encore très longtemps dans la configuration actuelle. Dès lors, des évolutions importantes sont à attendre, dont le décloisonnement public/privé, afin de restaurer la compétitivité de l'industrie bancaire allemande. Or, comme cela est souvent le cas, c'est de l'extérieur que semblent aujourd'hui venir les pressions.

UNICREDIT-HVB : L'EUROPE BANCAIRE SE LÈVE À L'EST

La première banque italienne par capitalisation, Unicredit, a annoncé le 12 juin dernier les modalités de son offre publique d'échange amicale sur HypoVereinsbank (HVB), deuxième banque privée allemande. Unicredit offrira cinq de ses actions, nouvellement émises, pour chaque action HVB ce qui valorise la banque

5. Décryptage de l'opération du trimestre

	Acquéreur : Unicredit	Cible : HVB
Type de transaction	Acquisition de 100 % du capital	
Valeur de la transaction	15,4 milliards d'euros ¹	
Prix proposé par action	20,48 euros ¹	
Mode de financement	OPE : 1 action HVB pour 5 actions Unicredit ¹	
Prime /cours	16,9 % ¹	
Synergies annoncées	985 millions d'euros à l'horizon 2008 dont 91 % de coûts	
Début et fin de l'offre	Du 26 août au 10 octobre ²	
Pays (rang national)	Italie (n°1)	Allemagne (n°2)
Total de bilan	265,9 milliards d'euros	467,4 milliards d'euros
Résultat net	2,1 milliards d'euros	-2,0 milliards d'euros
ROE	17,9 %	-14,9 %
Coeff. d'exploitation	57,3 %	65,6 %
Capitalisation boursière ³	26,45 milliards d'euros	15,3 milliards d'euros
Effectifs	68 571	57 806
Agences	4 442	2 036

Sources : ZEPHYR - Bureau van Dijk et documents divers.

1. Ces chiffres concernent uniquement l'acquisition de la banque allemande HVB. Toutefois, il existe également deux offres complémentaires d'un montant de près de 4 milliards d'euros pour racheter les minoritaires de Bank Austria (22,5%) et de la Polonaise BPH (29%). Pour chacune de ces offres, les actionnaires auront le choix entre une offre d'échange et une offre d'achat en numéraire.

2. L'offre relative à la filiale autrichienne de HVB, Bank Austria, a commencé le 29 août et s'est terminée le 17 octobre.

3. Le 13 juin au matin.

allemande à 15,4 milliards d'euros. Cette parité implique un prix d'achat de quelque 20,48 euros par titre, soit une prime de 16,9 % sur le cours des trois derniers mois (encadré 5). D'un point de vue financier, les termes de la transaction sont jugés favorables pour Unicredit. HVB est acheté sur la base de 1,3 fois son actif net, alors que la banque espagnole SCH a offert 1,8 fois l'actif net pour acquérir le Britannique Abbey en juillet dernier. Un écart pouvant se justifier par les doutes qui planent encore sur la qualité du portefeuille de créances d'HVB, déjà plusieurs fois déprécié.

Par ailleurs, Unicredit va également lancer deux offres publiques complémentaires sur les minoritaires de Bank Austria et de BPH, les filiales cotées de HVB en Autriche et en Pologne. Ces deux transactions porteront à 19,2 milliards d'euros la valeur totale de l'opération. Pour éviter une chute de ses ratios de solvabilité, et donc de son rating, le groupe italien envisage des cessions d'actifs en plus d'une augmentation de capital.

L'entité commune Unicredit-HVB sera coiffée par une société holding basée à Milan. Elle comportera quatre divisions opération-

nelles (une division de banque de détail à Milan, une division pour les PME à Munich, une division banque d'investissement et multinationales à Munich, une division gestion d'actifs et banque privée à Milan) auxquelles s'ajouteront une division Europe centrale et orientale basée à Vienne, siège de Bank Austria, et un pôle services qui centralisera les produits pour l'ensemble du groupe.

Sa direction exécutive sera confiée au directeur général d'Unicredit, Alessandro Profumo, celui de HVB, Dieter Rampl, prendra la présidence du conseil d'administration où les Allemands s'y verront octroyer un tiers des sièges. À l'issue de la transaction, les fondations bancaires italiennes (CRT, Cariverona, Carimonte, Cassamarca) et le réassureur allemand, Munich Ré, seront les principaux actionnaires du nouvel ensemble. L'Europe centrale et orientale : "clef de voûte" du rapprochement ! Tous les experts en sont convaincus, les marchés émergents d'Europe centrale et orientale combinent une forte croissance économique et un sous-équipement de la population en produits bancaires. Alessandro Profumo fut d'ailleurs l'un des pre-

miers à entrevoir le potentiel de développement des pays d'Europe centrale et orientale en prenant, dès 1999, une participation de contrôle dans la banque polonaise Pekao. Depuis lors, cette zone a suscité l'appétit de nombreuses autres banques européennes et les opportunités se font aujourd'hui très rares.

Outre une présence très significative en Bavière, en Autriche et en Italie du Nord, le nouveau groupe se hissera au rang de première banque de la zone Europe centrale et orientale en termes d'actifs (70 milliards d'euros), de couverture géographique (présence dans 16 pays), de succursales (2 800), et de clients (plus de 16 millions). Il disposera par conséquent d'une très confortable avance sur l'ensemble de ses concurrents (encadré 6).

Les actifs d'HVB en Europe centrale et orientale, gérés par sa filiale Bank Austria, sont particulièrement intéressants pour Unicredit au sens où ils viennent parfaitement compléter son propre portefeuille d'activités au sein de la zone. Ainsi, le nouvel ensemble Unicredit-HVB deviendra numéro un en Pologne (avec Pekao et PBH), en Bulgarie (avec Bulbank et Biochim) et en Croatie (avec Zagrebicka Banka et Splitska Banka), ce qui pourrait d'ailleurs lui poser quelques problèmes de concurrence le conduisant à céder certains de ses actifs. Il occupera également des positions de tout premier plan dans six autres pays dont la Slovaquie, la Turquie, la République tchèque ou encore la Bosnie-Herzégovine (encadré 7).

“ Le nouveau groupe issu du rapprochement Unicredit-HVB se hissera au rang de première banque de la zone Europe centrale et orientale en termes d'actifs, de couverture géographique, de succursales et de clients. ”

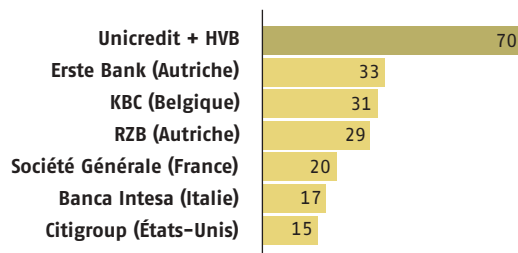
DES OBJECTIFS FINANCIERS AMBITIEUX

Cette transaction marque une étape décisive pour la banque de Munich qui renonce ainsi à son indépendance pour survivre. Plutôt que de se voir dicter leur destin, ses dirigeants ont

EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

6. Un leader incontesté

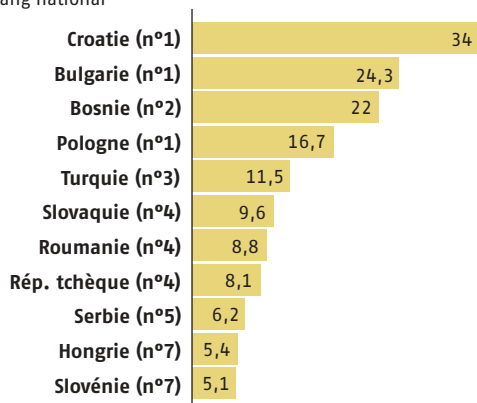
Total des actifs en milliards d'euros



Source : Documentation de présentation de la fusion.

7. Poids du nouvel ensemble

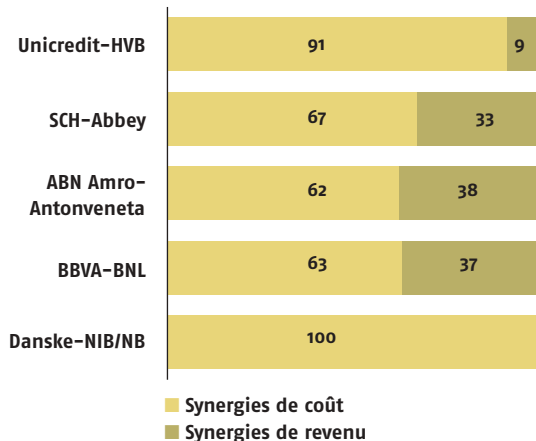
Parts de marché en pourcentage du total des actifs domestiques et rang national



Source : Documentation de présentation de la fusion.

8. FUSIONS TRANSFRONTALIÈRES

Les synergies attendues dans quelques opérations récentes en Europe



Source : Document de présentation de la fusion.

préférèrent choisir eux-mêmes leurs partenaires. HVB a subi de plein fouet la crise du secteur immobilier en Allemagne, accumulant des montants considérables de créances douteuses. Résultat : 6 milliards d'euros de pertes au cours des trois dernières années. Malgré une amélioration de sa situation financière depuis le début 2005, le groupe demeurait l'un des établissements les plus fragiles d'Allemagne. Unicredit, bien que de taille inférieure en termes d'actifs, est deux fois mieux valorisé que son homologue allemande avec une capitalisation boursière avoisinant les 27 milliards d'euros. Elle est aujourd'hui le "bon élève" des banques italiennes avec l'une des meilleures rentabilités d'Europe (17,9 % en 2004), et son défi sera d'appliquer ses méthodes à HVB.

D'ailleurs, les objectifs financiers du nouveau groupe sont particulièrement ambitieux. Un bénéfice opérationnel de 11,8 milliards d'euros en 2007, contre 7,6 en 2004, et un chiffre d'affaires de 24,1 milliards d'euros en 2007, contre 19,7 fin 2004. Le nouvel ensemble vise donc une hausse annuelle moyenne de 19 % de son bénéfice opérationnel d'ici 2007, pour une croissance moyenne de 7 % par an de son chiffre d'affaires. De plus, la banque prévoit d'atteindre un rendement des fonds propres (ROE) de 18 % en 2007, contre 13 % fin 2005. Pour cela, le coefficient d'exploitation sera ramené de 61 % fin 2004 à 51 % en 2007.

Les frais de restructuration liés à la fusion sont évalués à 1,35 milliard d'euros et pèseront uniquement sur les comptes 2005. "Le nouvel ensemble qui emploiera 126 500 salariés réduira ses effectifs de 7 % au cours des trois prochaines années", a indiqué Alessandro Profumo. Une réduction de 7 % des effectifs qui correspond à environ 9 000 suppressions de postes. Cette réduction affectera plus parti-

culièrement l'Europe centrale et orientale, avec une baisse de 9 %, contre 7 % en Allemagne et en Autriche et seulement 2 % en Italie. Les deux groupes attendent 985 millions d'euros avant impôts de synergies à l'horizon 2008, dont 91 % correspondent à des réductions de coûts, ce qui semble être une estimation plutôt prudente par rapport aux fusions transfrontalières récentes (encadré 8). Sur un total de 895 millions d'euros de synergies de coût, plus des deux tiers proviendraient de la rationalisation des systèmes informatiques (310 millions d'euros) et de restructurations diverses dans la banque de détail en Allemagne/Autriche (170) et en Europe de l'Est (165).

CONVAINCRE LES ACTIONNAIRES

L'intégration des cultures est clairement le plus gros défi auquel la nouvelle direction aura à faire face, mais pour cela chacun des protagonistes a l'avantage d'avoir déjà réalisé des fusions. L'autre grand défi sera de redresser les comptes d'HVB en Allemagne. La situation est si préoccupante que le quotidien allemand *Handelsblatt* évoquait, fin mai, l'hypothèse d'une cession des activités allemandes une fois l'opération achevée. Après avoir convaincu les marchés, il reste encore à convaincre les actionnaires de HVB de l'intérêt de ce rapprochement. En effet, Unicredit conditionne son offre à l'obtention d'au moins 65 % des actions HVB au terme de son OPE. ■

Achevé de rédiger le 11 octobre 2005.

[1] Cf. la première rubrique intitulée "L'Europe bancaire en mouvement", publié dans le n° 671 de *Revue Banque*.

[2] Cf. le palmarès annuel des cent premières banques européennes publié en juillet dernier par le quotidien *Les Échos*.